

证券研究报告

航空运输 III



增持 (维持)

海南航空 (600221)

中期业绩好于行业水平, 海南国际旅游岛建设和北京国际枢纽打造持续推进

市场数据

报告日期	2013-08-29
收盘价(元)	1.96
总股本(百万股)	12182.18
流通股本(百万股)	12181.51
总市值(百万元)	23877.08
流通市值(百万元)	23151.65
净资产(百万元)	23828.49
总资产(百万元)	98361.71
每股净资产	1.96

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	28868	31375	35556	39678
同比增长	9.9%	8.7%	13.3%	11.6%
净利润(百万元)	1928	2229	2614	3163
同比增长	-26.7%	15.6%	17.3%	21.0%
毛利率	25.3%	24.4%	24.6%	24.7%
净利润率	6.7%	7.1%	7.4%	8.0%
净资产收益率(%)	8.1%	8.7%	9.2%	9.9%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.21	0.26
每股经营现金流(元)	0.84	0.54	0.81	0.91

相关报告

- 《海航年报点评—业绩表现符合预期, 分红送转传递惊喜》 2013-03-15
- 《海南航空三季报点评—业务增速有所放缓, 资源整合马不停蹄》 2012-10-30
- 《海南航空中报点评—业绩表现行业领先, 资产整合积极推进》 2012-08-31

投资要点

事件:

海南航空上半年实现收入 144.23 亿元, 归属于上市公司股东净利润 6.45 亿元, 扣非后归属上市公司股东净利润 5.11 亿元, 同比增长 3.83%、29.28%、104.54%, 合 EPS0.09 元, 同比下降 21.7% (定增和转股摊薄)。

点评:

- **航空业务稳步增长, 机队数量小幅增加。**2013 年上半年, 公司实现总周转量 226,558 万吨公里, 同比增长 12.50%; 实现旅客运输量 1,246 万人, 同比增长 13.38%; 公司平均客座率为 84.60%, 同比增长 0.87PT。2013 年上半年度, 公司共引进运力 5 架, 退租 2 架。截至 2013 年 06 月 30 日, 公司运营飞机共计 120 架。2013 年将逐步引进宽体豪华机型 787 系列客机, 致力于为旅客提供全方位无缝隙的航空服务。
- **优化网络结构, 规避高铁冲击。**公司已经建立起北京、海口、广州、深圳、大连、兰州、乌鲁木齐、西安、太原 9 个运营基地及多个航空运营站, 这些基地使得公司能够构筑更加灵活、合理的航线结构, 规避高铁对短途航线带来的冲击, 提高运营利润率。
- **人民币升值贡献不菲汇兑收益。**上半年公司财务费用 9.87 亿元, 同比下降 38.29%, 主要系汇兑收益增加所致。上半年公司汇兑收益为 3.30 亿元, 同比增加 3.92 亿元。

分析师:

曾旭

zengxu@xyzq.com.cn

S0190511020002

朱峰

zhufeng@xyzq.com.cn

S0190511100001

- **投资性房地产公允价值变动损益减少。**上半年公司采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动损益为 0.58 亿元, 而去年同期为 1.48 亿元。公允价值变动损益的减少, 符合房地产近来的变化形势。
- **国际旅游岛建设如火如荼。**2011 年 4 月离岛免税政策在海南试点取得良好效应。2012 年 10 月, 该政策调整, 购物限额由 5000 元提高至 8000 元, 并新增美容、保健器材等三大类商品。新政释放了国内游客更大的购物需求, 也提升了海南旅游的吸引力。公司在海南航空市场中占有明显竞争优势。海南国际旅游岛政策后续细则的颁布与实施将对海南岛旅游经济起到一定促进作用, 提高对民航运输的需求。
- **北京国际航线继续拓展。**2013 年 7 月 4 日, 波音公司向海航交付首架 B787 飞机。海航共订购了 10 架 787 梦想飞机, 并计划先期将 787 投入北京=海口的国内航线, 后续将逐步投入执行北京=芝加哥、北京=多伦多、北京=西雅图等北美国际航线, 为全球旅客带来五星服务体验。
- **主业整合持续推进, 但整合速度低于我们的预期。**2013 年 5 月 30 日公司第七届董事会第十二次会议审议通过了《关于增资天津航空有限责任公司的报告》, 为进一步解决可能存在或潜在的同业竞争问题, 拓展主营业务规模, 增强主营业务竞争力, 公司董事会同意对天津航空有限责任公司现金增资 16.8 亿元人民币 (12 亿股); 其全资子公司海南航空 (香港) 有限公司以每股 1.1 港元的价格对香港国际航空租赁有限公司现金增资 3.85 亿港元 (3.5 亿股); 其全资子公司海南航空 (香港) 有限公司的全资子公司海南航空投资控股有限公司以每股 1.56 港元的价格对香港航空有限公司和香港快运有限公司的母公司 HKA Group Holdings Company Limited 现金增资 7.76 亿港元 (1 亿美元), 并海航投资以 4.01 亿港元 (1.56 港元/股) 的价格收购海航集团国际总部 (香港) 有限公司持有的 HKAGH2.57 亿股股权, 增资及股权购买完成后, 海航投资持有 HKAGH 的股权数量将达到 14.39 亿股。总体来说, 公司持续整合集团旗下航空业务, 但整合速度略低于我们的预期。
- **盈利预测与估值:**海南航空航线布局差异化并贴合市场需求、受高铁影响小、优秀管理和年轻机队打造强大成本优势、内外并举不断整合资源, 公司未来发展值得期待。按股份完全摊薄计算, 我们预测公司 2013~2015 年全面摊薄 EPS 为 0.18、0.21、0.26 元, 对应 PE 为 11、9、8 倍, 维持增持评级。
- **风险提示:**宏观经济不佳影响航空需求, 油价大幅上扬, 人民币汇率大幅波动, 高铁分流, 突发性战争、天灾、疾病和安全事故。



公司公告点评

图 1、海航 RPK 同比增速比较

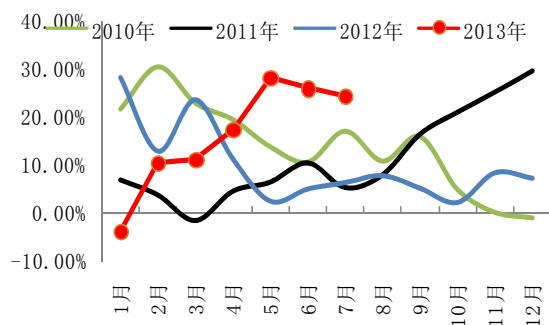
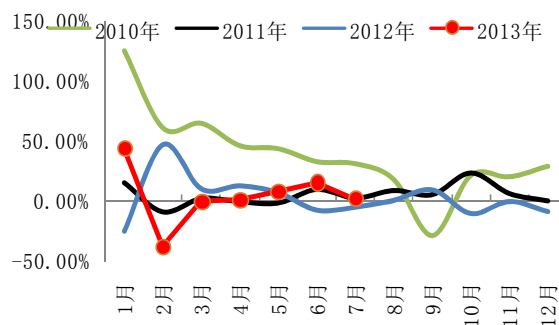
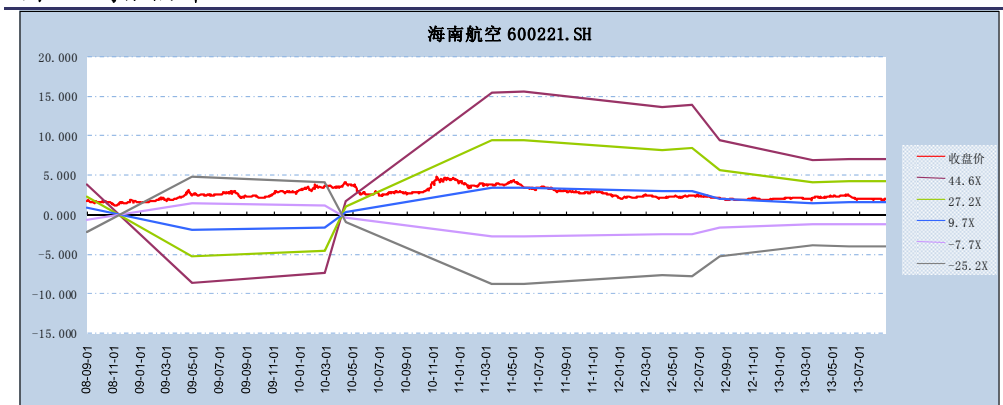


图 2、海航 RFTK 同比增速比较



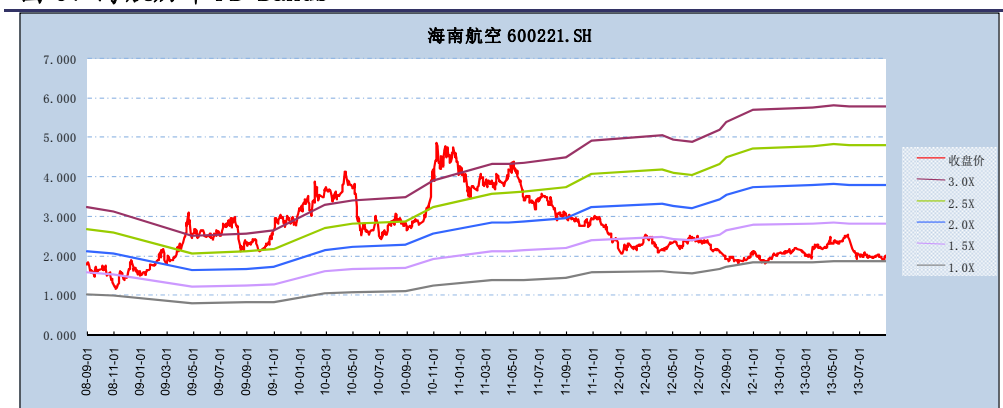
数据来源：CAAC、公司公告、兴业证券研究所

图 5、海航历年 PE-Bands



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 6、海航历年 PB-Bands



数据来源：Wind、兴业证券研究所

公司公告点评

表 1、海南航空分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	12-2Q	12-3Q	12-4Q	13-1Q	13-2Q	QOQ	2012-06	2013-06	YOY
营业收入	6829	8231	6746	7291	7132.0	4.4%	13891	14423	3.8%
营业成本	5011	5439	5600	5726	5509.8	10.0%	10519	11236	6.8%
毛利	1818	2792	1146	1565	1622.2	-10.8%	3372	3187	-5.5%
销售费用	420	564	515	497	499.1	19.0%	767	996	29.8%
管理费用	185	158	156	136	162.3	-12.1%	284	299	5.1%
财务费用	918	648	357	597	389.8	-57.6%	1599	987	-38.3%
资产减值	0	0	86	0	0.0	-	0	0	-
公允价值	148	101	255	0	57.9	-60.8%	148	58	-60.8%
投资收益	80	21	84	34	109.8	37.7%	83	143	73.6%
营业利润	288	1342	162	165	538.0	87.1%	487	703	44.4%
利润总额	439	1481	502	239	587.2	33.8%	671	826	23.1%
净利润	323	1201	227	184	461.3	42.6%	499	645	29.3%
EPS	0.027	0.099	0.019	0.015	0.0	42.6%	0.041	0.053	29.3%
销售费用率	6.1%	6.9%	7.6%	6.8%	7.0%	0.9%	5.5%	6.9%	1.4%
管理费用率	2.7%	1.9%	2.3%	1.9%	2.3%	-0.4%	2.1%	2.1%	0.0%
财务费用率	13.5%	7.9%	5.3%	8.2%	5.5%	-8.0%	11.5%	6.8%	-4.7%
所得税率	25.1%	18.6%	53.1%	22.7%	21.2%	-3.8%	24.8%	21.7%	-3.2%
毛利率	26.6%	33.9%	17.0%	21.5%	22.8%	-3.9%	24.3%	22.1%	-2.2%
净利润率	4.7%	14.6%	3.4%	2.5%	6.5%	1.7%	3.6%	4.5%	0.9%

数据来源: 兴业证券研究所

公司公告点评

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	25687	30277	34301	38277	营业收入	28868	31375	35556	39678
货币资金	22312	25100	28445	31742	营业成本	21558	23708	26824	29874
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	875	878	996	1111
应收账款	542	596	676	754	销售费用	1847	2008	2276	2539
其他应收款	204	303	343	383	管理费用	599	649	736	821
存货	71	118	134	149	财务费用	2604	1895	2189	2288
非流动资产	67032	72548	79386	86628	资产减值损失	86	0	0	0
可供出售金融资产	1061	1200	1300	1400	公允价值变动	504	200	300	400
长期股权投资	9077	9980	11976	13972	投资收益	188	300	350	400
投资性房地产	7256	7500	7700	7900	营业利润	1992	2736	3185	3844
固定资产	34378	42729	48942	54260	营业外收入	674	300	400	500
在建工程	12001	7749	5874	5186	营业外支出	13	50	80	100
油气资产	0	0	0	0	利润总额	2654	2986	3505	4244
无形资产	164	148	132	116	所得税	709	746	876	1061
资产总计	92719	102825	113688	124906	净利润	1945	2239	2629	3183
流动负债	35328	41716	48750	55485	少数股东损益	17	10	15	20
短期借款	15792	21099	25737	30099	归属母公司净利润	1928	2229	2614	3163
应付票据	5464	5927	6706	7469	EPS(元)	0.16	0.18	0.21	0.26
应付账款	4925	5216	5901	6572					
其他	9146	9474	10405	11345					
非流动负债	33482	35370	36270	37170	主要财务比率				
长期借款	23170	23170	23170	23170	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
其他	10312	12200	13100	14000	成长性				
负债合计	68810	77086	85019	92654	营业收入增长率	9.9%	8.7%	13.3%	11.6%
股本	6091	12182	12182	12182	营业利润增长率	-37.6%	37.3%	16.4%	20.7%
资本公积	11740	5649	5649	5649	净利润增长率	-26.7%	15.6%	17.3%	21.0%
未分配利润	5309	6706	9059	11906					
少数股东权益	112	122	137	157	盈利能力				
股东权益合计	23909	25739	28668	32251	毛利率	25.3%	24.4%	24.6%	24.7%
负债及权益合计	92719	102825	113688	124906	净利率	6.7%	7.1%	7.4%	8.0%
					ROE	8.1%	8.7%	9.2%	9.9%
					偿债能力				
					资产负债率	74.2%	75.0%	74.8%	74.2%
					流动比率	0.73	0.73	0.70	0.69
					速动比率	0.73	0.72	0.70	0.69
					营运能力				
					资产周转率	0.33	0.32	0.33	0.33
					应收帐款周转率	48.22	52.38	53.12	52.74
					每股资料(元)				
					每股收益	0.16	0.18	0.21	0.26
					每股经营现金	0.84	0.54	0.81	0.91
					每股净资产	1.95	2.10	2.34	2.63
					估值比率(倍)				
					PE	12.4	10.7	9.1	7.5
					PB	1.0	0.9	0.8	0.7

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1945	2229	2614	3163
折旧和摊销	2330	2971	3736	4443
资产减值准备	86	27	12	12
无形资产摊销	106	76	76	76
公允价值变动损失	-504	200	300	400
财务费用	2481	1895	2189	2288
投资损失	-188	-300	-350	-400
少数股东损益	17	10	15	20
营运资金的变动	3198	-303	1332	1319
经营活动产生现金流量	10196	6610	9858	11144
投资活动产生现金流量	-7878	-7996	-10031	-10991
融资活动产生现金流量	1719	4173	3518	3144
现金净变动	4036	2787	3345	3297
现金的期初余额	14598	22312	25100	28445
现金的期末余额	18634	25100	28445	31742



公司公告点评

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

公司公告点评

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。